

Inflacja wywołuje EBC do tablicy

- Ponowne **zaostrenie sytuacji na Bliskim Wschodzie** miało **decydujący wpływ na nastroje rynkowe** podczas wtorkowych notowań. Mocne wzrosty cen ropy naftowej, gdzie **Brent osiągnął 95 USD/b**, podniosły rynkowe wyceny ścieżek stóp banków centralnych, w konsekwencji czego **wzrosły rentowności obligacji skarbowych**. Perspektywa wyższych stóp **osłabiała apetyt na ryzykowne aktywa**, zniżkowały główne indeksy akcyjne, a **złoty po początkowym umocnieniu w drugiej części dnia uległ niewielkiej deprecjacji**. Wyższe stopy ciążyły także cenom złota, które spadły o niemal 3%, w okolice 4300 USD/ozt. W środę to **sytuacja geopolityczna na Bliskim Wschodzie, gdzie wzajemne ataki militarne są kontynuowane**, będzie poprzez kanał cen ropy i oczekiwań inflacyjnych **wpływać głównie na rynkowe nastroje**. Dane ADP z USA będą mieć, w naszej opinii, marginalne znaczenie dla rynkowych trendów. Przy niesprzyjającym globalnym otoczeniu **EURPLN powinien stabilizować się na podwyższonych poziomach w strefie 4,33-4,34**, a dla **USDPLN widzimy ryzyko przesunięcia kursu bliżej 3,76-3,77**. Nasilenie trybu risk-off może natomiast skierować część kapitału w stronę „bezpiecznych przystani”, co przy wycenionych już w obligacjach podwyżkach stóp może spowolnić lub zatrzymać wzrost ich rentowności.
- Dziś **tornistry uczniów będą pełniejsze niż kalendarz publikacji makroekonomicznych**. Uwagę przykują dane z USA. Raport ADP za sierpień pokaże, jak wyglądało zatrudnienie w sektorze prywatnym, co będzie wskazówką przed raportem NFP (pt.). Po deklaracji prezesa Fed, K.Warsha, że Rezerwa Federalna koncentruje się wyłącznie na inflacji, dane z rynku pracy tracą jednak nieco na znaczeniu. Poza tym poznamy lipcowe zamówienia w amerykańskim przetwórstwie, gdzie oczekuje się odbicia po słabym czerwcu.

Biuro Analiz Makroekonomicznych
Biuro Strategii Rynkowych
pkoresearch@pkobp.pl
X @PKO_Research
centrumanaliz.pkobp.pl

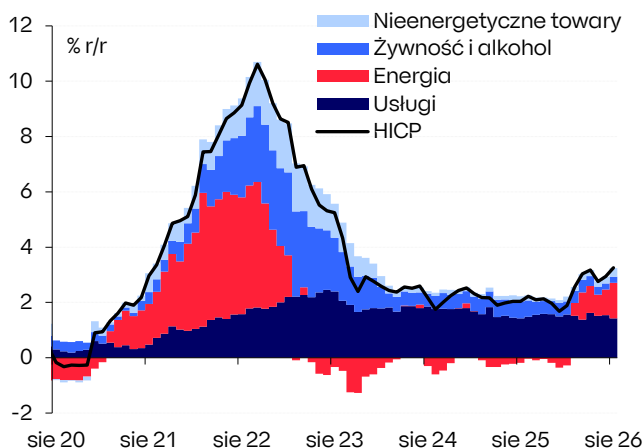
	Wartość 2026-09-01	(%, pb)* Δ 1D
Indeksy akcji:		
WIG	151 744	-0,5
STOXX Europe 600	647	-0,6
S&P500	7 631	-0,7
Waluty:		
EURPLN	4,33	0,1
USDPLN	3,74	0,4
CHFPLN	4,60	0,0
EURUSD	1,16	-0,2
Obligacje:		
PL2Y	4,48	3
PL5Y	5,58	3
PL10Y	6,11	3
DE10Y	3,34	1
US10Y	4,80	4
Surowce:		
Ropa Brent	95	4,6
Złoto	4329	-2,7

Źródło: LSEG Datastream, Workspace, PKO Bank Polski
(zamknięcie sesji; *zmiana w punktach bazowych dla rentowności obligacji).

WYDARZENIA ZAGRANICZNE:

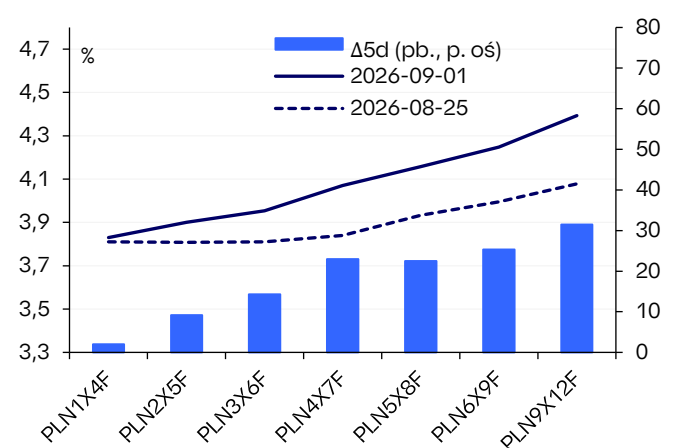
- ŚWIAT: Amerykańskie siły zbrojne rozpoczęły nową falę ataków na cele wojskowe w Iranie**, wskazując, że jest to odpowiedź na wcześniejsze ataki Iranu na dwa tankowce. **Iran odpowiedział atakami na amerykańskie cele w regionie**. To kolejna wymiana ognia po ponad miesiącu przerwy. Obie strony zaostrzały wczoraj swoją retorykę. Z kolei **prezydent W.Putin oświadczył, że**

Inflacja w strefie euro oddala się od celu przede wszystkim za sprawą cen energii



Źródło: Macrobond, LSEG Workspace, PKO Bank Polski.

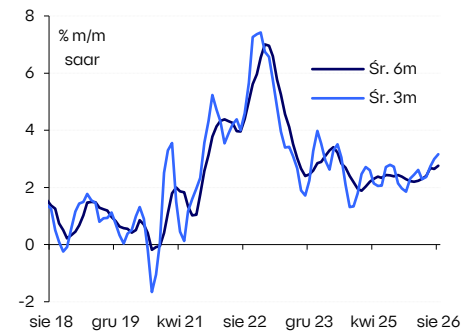
Kontrakty FRA wyceniają wzrost stóp NBP o ponad 50pb do połowy 2027



Rosja chce zakończyć, a nie zamrozić konflikt na Ukrainie, ale jest otwarta na negocjacje. Prezydent Rosji przyznał, że ukraińskie ataki powodują realne szkody, ale Rosja posuwa się naprzód, a on sam „nie ma wątpliwości, że wróg się załamie”. Strona rosyjska poinformowała też, że **w listopadzie może odbyć się trójstronne spotkanie przywódców Chin, USA i Rosji w chińskim Shenzhen**. USA nie udzieliły komentarza na ten temat.

- **ŚWIAT: Szczyt ministrów finansów i bankierów centralnych G20 w Asheville zakończył się bez wspólnego oświadczenia** ze względu na sprzeciw Chin dotyczący krytyki „nierynkowych praktyk”. Jednym z głównych tematów spotkania były „globalne nierównowagi”, w tym utrzymywanie przez niektóre państwa nadmiernych nadwyżek handlowych, subsydiowanie produkcji i sztuczne osłabianie waluty (co jasno odnosi się do Chin). S.Bessent wskazał, że tylko jedno państwo stało na przeszkodzie do osiągnięcia konsensusu.
- **EUR: Inflacja HICP w sierpniu wzrosła do 3,3% r/r z 2,9% r/r w lipcu, zgodnie z oczekiwaniami, i osiągnęła najwyższy poziom od niemal trzech lat.** Ceny energii przyspieszyły do 14,3% r/r z 10,3% r/r poprzednio. W przypadku pozostałych towarów inflacja również wzrosła, a w usługach spowolniła. **Inflacja bazowa niespodziewanie spadła do 2,4% r/r z 2,5% r/r**, ale jej impet (% m/m saar, śr. 3m) przyspieszył 4. miesiąc z rzędu, co wskazuje na narastające efekty pośrednie wzrostu cen paliw – bardziej widoczne w towarach niż w usługach. **Wysoka inflacja, w połączeniu z odporną gospodarką, jeszcze bardziej uprawdopodobnia wrześniową podwyżkę stóp EBC o 25pb, którą rynek w pełni wycenia i która jest naszym scenariuszem bazowym.**
- **EUR: Analiza** EBC wskazuje, że **wzrost inflacji w strefie euro w 2026 wynika niemal wyłącznie z szoku podażowego na rynku energii**, związanego z zamknięciem cieśniny Ormuz. Wzrost inflacji HICP z 1,7% r/r w styczniu do 3,2% r/r w maju był niemal w całości efektem droższej energii, podczas gdy polityka fiskalna i pieniężna wywierały niewielką presję dezinflacyjną. To odróżnia obecną sytuację od 2021-2022, gdy inflację napędzały jednocześnie szoki podażowe, silny popyt po pandemii oraz ekspansywna polityka fiskalna i pieniężna. **Zdaniem autorów podażowy charakter obecnego wzrostu inflacji uzasadnia bardziej stopniową i elastyczną reakcję EBC niż podczas poprzedniego epizodu inflacyjnego**, ponieważ silne zacieśnienie polityki pieniężnej ograniczałoby popyt, nie usuwając źródła szoku energetycznego. Raport może być istotnym argumentem dla gołębich członków EBC w dyskusji o skali podwyżek stóp procentowych.
- **EUR: Prezes niemieckiego Bundesbanku J.Nagel stwierdził, że nie dostrzega efektów drugiej rundy w inflacji bazowej w strefie euro**, a samo spowolnienie inflacji bazowej w sierpniu jest pozytywnym zjawiskiem. **J.Nagel powiedział również, że perspektywy przyszłotygodniowej decyzji w sprawie stóp procentowych EBC są „stosunkowo przewidywalne” i zgodne ze spojrzeniem rynku, który w pełni wycenia podwyżkę o 25pb.** G.Simkus (Bank Litwy) powiedział, że na podstawie obecnie dostępnych danych uważa podwyżkę stóp na wrześniowym posiedzeniu za bardzo prawdopodobną, jednak jego zdaniem jeszcze jeden ruch nie wystarczy, aby sprowadzić inflację z powrotem do celu. Prezes Banku Litwy ocenił, że presja inflacyjna nasiliła się, wskazując również na wzrost cen gazu i surowców rolnych oraz lepszą od oczekiwań kondycję europejskiej gospodarki. Zasugerował, że powyższe czynniki powinny prowadzić do rewizji w górę prognoz wzrostu gospodarczego, które z kolei wymagałyby wyższej ścieżki stóp procentowych EBC, aby utrzymać inflację HICP w średnim okresie na poziomie 2%. **O.Rehn (Bank Finlandii) ostrzegł, że przedłużający się konflikt na Bliskim Wschodzie może podtrzymywać inflację w strefie euro na podwyższonym poziomie.** Dodał, że EBC nie może wykazywać samozadowolenia w obliczu presji inflacyjnej, wskazując na wyższe ceny energii oraz niemal całkowitą blokadę żeglugi w cieśninie Ormuz. Prezes Banku Finlandii powiedział również, że rynkowe wyceny podwyżki stóp EBC we wrześniu są zrozumiałe, zastrzegając standardowo, że Rada Prezesów podejmuje decyzje z posiedzenia na posiedzenie.

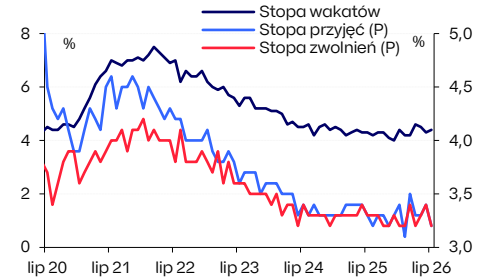
Impet inflacji bazowej w strefie euro



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

- **USA: Według raportu JOLTS liczba wakatów w lipcu wzrosła do 7,271 mln** z 7,182 mln (dane zrewidowane w dół z 7,359 mln) i była istotnie niższa niż oczekiwano (kons.: 7,31 mln). Jednocześnie zmniejszyła się zarówno liczba osób odchodzących z pracy (do 5,072 mln z 5,337 mln miesiąc wcześniej), jak i osób zatrudnianych w sektorze pozarolniczym (do 5,054 mln z 5,332 mln). Dane wpisują się w kilkuletni trend obniżonej dynamiki dobrowolnych odejść z pracy i rozpoczynania nowej pracy, co może sugerować podwyższoną niepewność i obawy o kondycję rynku pracy, które zgłaszają respondenci w badaniach koniunktury (m.in. w zestawieniu odsetka osób deklarujących, że trudno o znalezienie pracy z odsetkiem uważających, że łatwo znaleźć pracę).
- **USA: Izba Reprezentantów zagłosowała za przedłużeniem obowiązywania obecnego budżetu**, odsuwając ryzyko shutdownu do 11 grudnia, czyli na okres na po wyborach połówkowych. Uchwała została przyjęta zdecydowaną większością głosów. To oznacza, że w tym roku, w przeciwieństwie do poprzednich lat, najpewniej uda się uniknąć paraliżu szeregu instytucji federalnych oraz politycznej walki o kształt budżetu.
- **USA: Wskaźnik ISM w przetwórstwie w sierpniu obniżył się do 54,6 pkt. z 55,6 pkt., silniej niż oczekiwano (kons.: 55,2 pkt.).** Indeks od 22 miesięcy znajduje się powyżej poziomu wskazującego na ożywienie w amerykańskim przetwórstwie (47,5 pkt.). Za spadek ISM odpowiadają niemal wszystkie składowe subindeksy z wyjątkiem wskaźnika czasu dostaw, który wzrósł względem lipca o 0,4pkt. W danych ISM, podobnie jak w PMI, wydłużający się czas dostaw jest interpretowany pozytywnie, jako sygnał zwiększonego popytu, a gdy opóźnienia w dostawach wynikają np. z zaburzeń w łańcuchach dostaw, to cały wskaźnik ISM jest „sztucznie” zawyżany. Najsilniej obniżyły się wskaźniki nowych zamówień (-3,0 pkt.) oraz zatrudnienia (-1,6 pkt.). Niższy był także wskaźnik zapasów (-0,6 pkt.) oraz produkcji (-0,2 pkt.). Subindeks cen nie zmienił się, jednak pozostaje na podwyższonym poziomie wskazując na utrzymującą się inflację.
- **USA: Wskaźnik PMI w przetwórstwie wg finalnych danych w sierpniu pozostał bez zmian na poziomie 53,9 pkt., mimo że wstępne dane wskazywały na spadek do 53,2 pkt.** Subindeksy produkcji i zamówień nadal znajdowały się powyżej neutralnego poziomu 50 pkt., ale nieco się obniżyły wobec wcześniejszych miesięcy. Autorzy raportu wiążą to z konsekwencjami wojny na Bliskim Wschodzie i niepewnością co do cel. W dalszym ciągu firmy zwiększały zapasy czynników produkcji jak i wyrobów gotowych, w celu zabezpieczania się przed wydłużającymi się czasami dostaw i wzrostami cen. Tempo podwyżek cen czynników produkcji jednak systematycznie hamuje po tegorocznym szczycie dynamiki odnotowanym w maju. Z kolei ceny sprzedaży rosły w sierpniu najwolniej od lutego. Optymizm biznesowy wzrósł, a subindeks zatrudnienia odnotował najlepszy wynik w tym roku. Dane wskazały więc na nadal korzystną koniunkturę w przetwórstwie, choć z kilkoma sygnałami ostrzegawczymi (hamowanie popytu).
- **EUR: Wskaźnik PMI dla przetwórstwa w sierpniu wzrósł do 52,7 pkt. z 51,9 pkt. miesiąc wcześniej, osiągając najwyższy poziom od maja 2022,** choć minimalnie gorszy niż wskazał wstępny odczyt. Produkcja oraz nowe zamówienia nadal przyspieszały. Głównym motorem poprawy były Niemcy i Francja, podczas gdy Włochy i Hiszpania ponownie weszły w fazę spadku aktywności. Jednocześnie presja kosztowa i cenowa stopniowo słabły, choć nadal były podwyższone względem poziomów sprzed konfliktu na Bliskim Wschodzie. Nastroje przedsiębiorstw poprawiły się, a zatrudnienie w sektorze ustabilizowało się po ponad trzech latach spadków. Dane sugerują, że wzrost gospodarczy w 3q26 mógł utrzymać się na relatywnie wysokim poziomie obserwowanym w 2q26.
- **GER: Wskaźnik PMI dla przetwórstwa w sierpniu wzrósł do 54,3 pkt. z 52,2 pkt. w lipcu,** odczyt był o 0,2 pkt. wyższy od wstępnych danych a poziom wskaźnika jest najwyższy od 51 miesięcy. Głównym motorem wzrostu był silny napływ nowych zamówień, w tym eksportowych, co przełożyło się na najszybszy wzrost produkcji od początku 2022. Firmy zwiększały także zakupy surowców i komponentów, próbując zabezpieczyć dostawy w warunkach nasilających się problemów podażyowych związanych m.in. z dużym popytem

Wskaźniki z raportu JOLTS z amerykańskiego rynku pracy



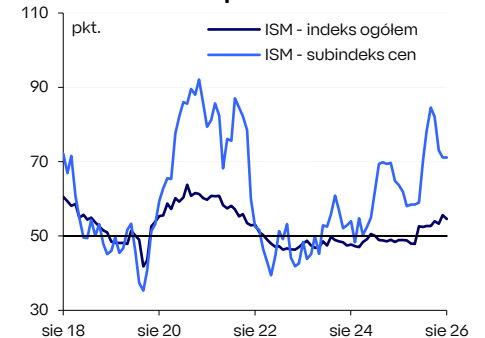
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Liczba wakatów (wolnych miejsc pracy) w przeliczeniu na liczbę bezrobotnych w USA



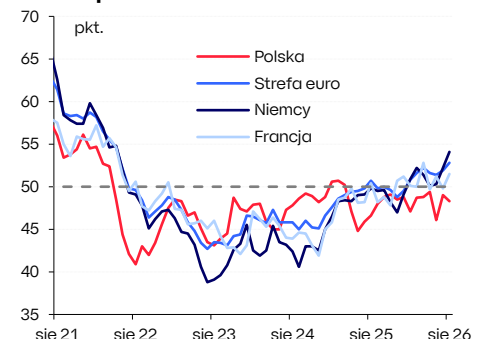
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Wskaźnik ISM dla przetwórstwa w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Wskaźniki PMI dla przetwórstwa w Europie

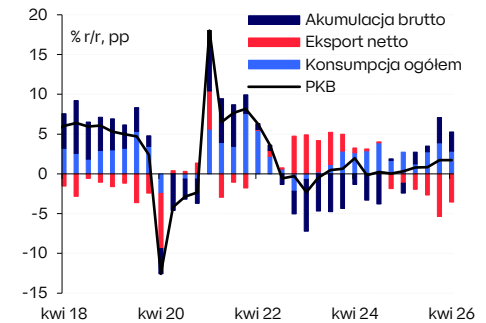


Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

na elektronikę i zakłóceniami logistycznymi. Jednocześnie poprawiły się oczekiwania przedsiębiorstw dotyczące produkcji w kolejnych miesiącach. Zatrudnienie nadal spadało, choć w najwolniejszym tempie od blisko trzech lat. **Dane potwierdzają, że niemiecki przemysł wszedł w fazę wyraźniejszego odbicia**, co jest korzystnym sygnałem dla polskiego eksportu.

- **HUN: Wzrost PKB w 2q26 utrzymał się na poziomie 1,7% r/r, zgodnie ze wstępnym szacunkiem.** Wzrost nadal opierał się na popycie krajowym, wspieranym przez konsumpcję i przyrost zapasów, podczas gdy inwestycje spadły o 6,3% r/r. Ujemny wkład eksportu netto zmniejszył się, a eksport wzrósł o 1,8% r/r, po raz pierwszy od prawie trzech lat, m.in. dzięki nowym mocom w motoryzacji i mocnej produkcji elektroniki. Po stronie podaży głównym motorem wzrostu pozostały usługi, przy wyraźnej poprawie w przemyśle i silnym spadku aktywności w rolnictwie wskutek suszy.
- **EUR: Stopa bezrobocia w strefie euro w lipcu utrzymała się na poziomie 6,4%,** takim samym jak w czerwcu. W całej UE wskaźnik utrzymał się na poziomie 6,1%. Najwyższe bezrobocie odnotowano w Finlandii (10,5%) i Hiszpani (10%), podczas gdy najniższe jest w Czechach (3,3%) i Polsce (3,4%).

Dekompozycja PKB Węgier



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

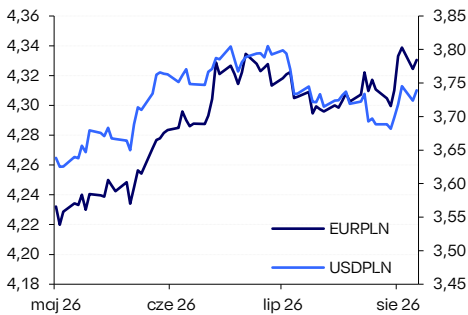
WYDARZENIA KRAJOWE:

- **POL: Prezes NBP A.Głapiński w przemówieniu podczas szczytu G20 wskazał, że NBP nie zobowiązuje się do określonej ścieżki stóp.** W okresie kolejnych zmian strukturalnych (m.in. AI, starzenie się społeczeństw, zmiany na rynkach energii) nie można przywiązywać się do jednego scenariusza. Polityka pieniężna powinna być elastyczna i oparta na danych. Prezes nie odniósł się jednak bezpośrednio do bieżącej polityki pieniężnej.
- **POL: Indeks PMI dla przetwórstwa w sierpniu spadł do 48,3 pkt. z 49,0 pkt., wyraźnie poniżej oczekiwań.** Pogłębił się spadek produkcji i nowych zamówień, w tym eksportowych, a zatrudnienie ponownie się obniżyło. Jednocześnie przyspieszył wzrost kosztów produkcji. Słaby odczyt PMI kontrastuje jednak z solidnymi danymi GUS o produkcji przemysłowej, dlatego prawdopodobnie zbyt pesymistycznie ocenia bieżącą kondycję sektora. Pozytywnym sygnałem jest poprawa oczekiwań przedsiębiorstw dotyczących produkcji w kolejnych 12 miesiącach. Więcej w Makro Flash: [PMI coraz mniej mówi o stanie krajowej gospodarki](#).
- **POL: M.Motyka (Minister Energii) poinformował, że program CPN kosztował dotychczas ponad 5 mld PLN, w tym 4,7 mld PLN w pierwszej fazie i 0,5 mld PLN za dwa tygodnie sierpnia.** Minister stwierdził, że program nie zostanie przedłużony z powodu braku środków w budżecie.
- **POL: J.Szysko (wiceminister funduszy) zapowiedział, że we wrześniu Polska złoży ostatni wniosek o płatność z KPO na rekordową kwotę 54 mld PLN (12,7 mld EUR).** Spodziewany termin wypłaty tych środków to przełom roku.

KOMENTARZ RYNKOWY:

- We wtorek złoty finalnie osłabił się, kurs EURPLN wzrósł w okolice 4,3350, a USDPLN w pobliżu 3,7450. Na bazowych rynkach FX kurs EURUSD zniżkował w pobliżu 1,1590.
- Wyraźny wzrost cen ropy naftowej, związany z ponowną eskalacją konfliktu USA–Iran oraz towarzysząca mu wyższa rentowność UST wsparły we wtorek dolara. Brent wzrósł powyżej 95 USD/b, a wyższe ceny energii ponownie nasiliły obawy o globalną inflację. Skale umocnienia amerykańskiej waluty hamował natomiast nieco słabszy od oczekiwań sierpniowy odczyt indeksu ISM dla przemysłu. W negatywnym otoczeniu globalnym złoty finalnie osłabił się, choć w czasie dnia kurs EURPLN był notowany blisko 4,32. Słabszy od oczekiwań odczyt PMI dla polskiego przemysłu nie miał zauważalnego wpływu na notowania PLN, a zmiany na obserwowanych przez nas parach walutowych nie wpłynęły istotnie na dotychczasowe trendy.
- W środę krajowy kalendarz makroekonomiczny jest pusty, dlatego **złoty pozostanie przede wszystkim pod wpływem impulsów zewnętrznych. Uwagę inwestorów przyciągnie sierpniowy raport ADP z amerykańskiego rynku pracy, traktowany jako jeden z sygnałów przed piątkowym raportem NFP.** Ewentualne wyraźne odchylenie od konsensusu może krótkoterminowo wpłynąć na dolara, jednak to piątkowe dane z rynku pracy pozostaną kluczowe dla oczekiwań wobec stóp Fed. **Biorąc pod uwagę ryzyko dalszego wzrostu cen ropy i związanej z nim presji na globalne rynki obligacji, oceniamy, że krótkoterminowy potencjał do dalszego umocnienia złotego jest ograniczony. Zakładamy zatem stabilizację EURPLN w pobliżu 4,33-4,34, przy większym ryzyku wzrostu USDPLN w kierunku 3,76–3,77.**
- **Wtorek nie przyniósł poprawy nastrojów na rynkach FI, rentowności obligacji skarbowych poszły w górę – w Polsce o ok. 3pb, w Niemczech o 1/2pb, a w USA o ok. 4/5pb.**
- **Eskalacja konfliktu USA–Iran i związany z nią wyraźny wzrost cen ropy ponownie zwiększyły ryzyka inflacyjne i choć globalnie wzrosła awersja do ryzyka, przeważał kanał wyższych oczekiwań dotyczących stóp procentowych.** Dodatkowo opublikowane we wtorek dane makro z Europy utrwaliły oczekiwania na wrześniową podwyżkę stóp EBC. W USA natomiast słabsze dane z przemysłu i rynku pracy zostały zrównoważone przez utrzymującą się wysoką presję cenową w ISM, co wraz z wysokimi cenami ropy podbiło rynkowe wyceny ścieżki stóp Fed. Krajowe SPW podążały za rynkami bazowymi, a kontrakty FRA zwiększyły skalę wycenianych podwyżek stóp NBP do ponad 50pb w perspektywie maja 2027. Warto wskazać, że rentowność polskich 10-latek zbliżyła się do górnego ograniczenia (okolice 6,16%) długoterminowego trendu bocznego, w którym pozostaje od października 2023. Na rynkach bazowych dochodowość amerykańskich papierów 10-letnich wybiła się górą z budowanego od lipca br. trendu bocznego, a niemieckiego Bunda była najwyższa od maja 2011.
- **W środę to sytuacja geopolityczna na Bliskim Wschodzie i odzwierciedlające ją ceny ropy, poprzez kanał oczekiwań inflacyjnych, pozostaną głównym czynnikiem wpływającym na rentowności obligacji skarbowych.** Dane z amerykańskiego rynku pracy (raport ADP) będą miały naszym zdaniem marginalne znaczenie dla rentowności Treasuries, chyba że będą znacząco odbiegać od rynkowego konsensusu. **W naszej opinii obok deeskalacji na Bliskim Wschodzie szansą na spowolnienie lub zatrzymanie obecnych trendów na rynkach obligacji może być nasilenie globalnego trybu risk-off, które zapewne skierowałoby część kapitału w stronę „bezpiecznych przystani”, szczególnie że w obecnych wycenach papierów skarbowych sporo negatywnych czynników wydaje się już uwzględnionych.**

Waluty



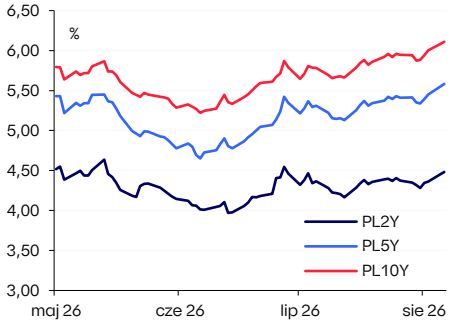
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy walutowe

Para	3q26	4q26
EURPLN	4,27	4,28
USDPLN	3,71	3,66
CHFPLN	4,59	4,51
EURUSD	1,15	1,17
EURCHF	0,93	0,95

Źródło: PKO Bank Polski.

Rynek stopy procentowej



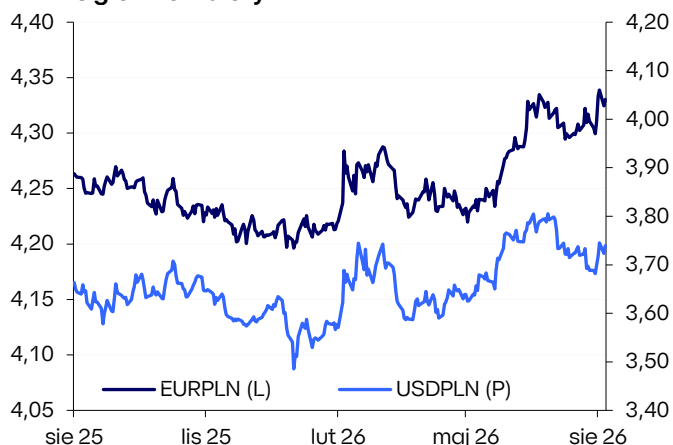
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy rentowności obligacji

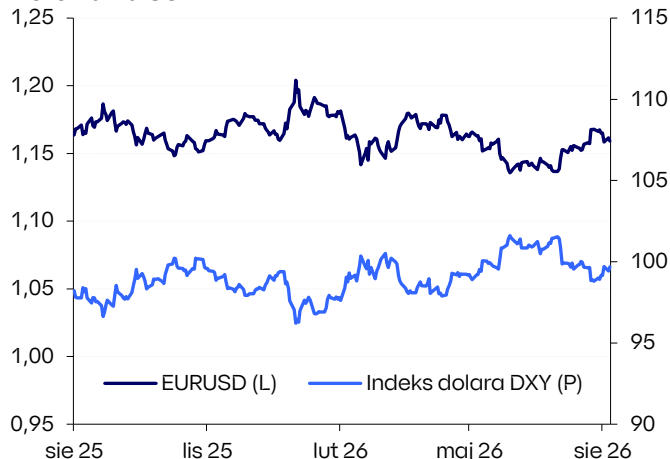
Tenor	3q26	4q26
PL1Y	3,74	3,74
PL2Y	3,95	3,95
PL5Y	4,55	4,50
PL10Y	5,10	5,00

Źródło: PKO Bank Polski.

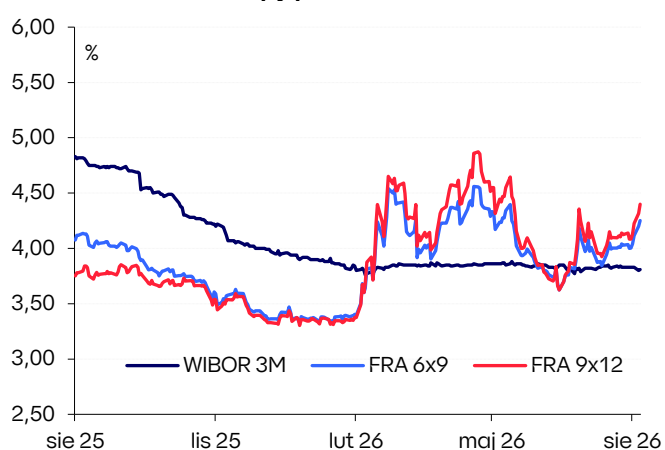
PLN vs główne waluty



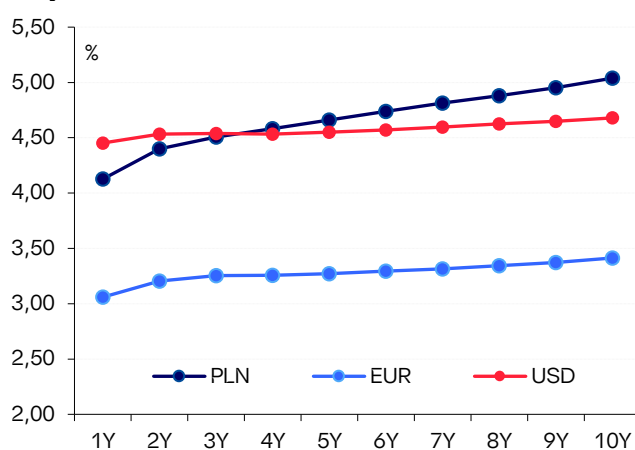
Notowania USD



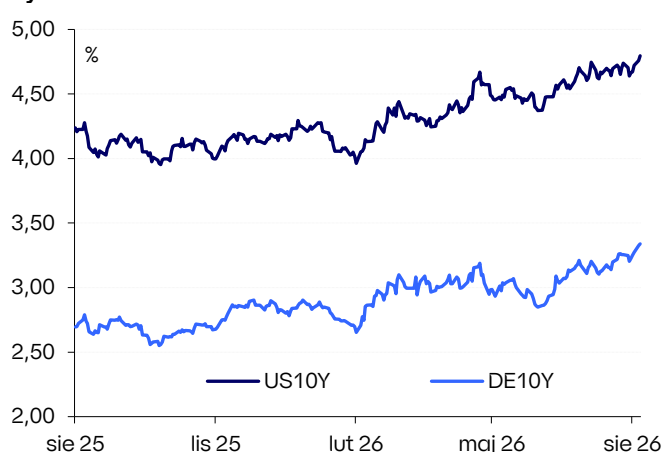
Krótkoterminowe stopy procentowe



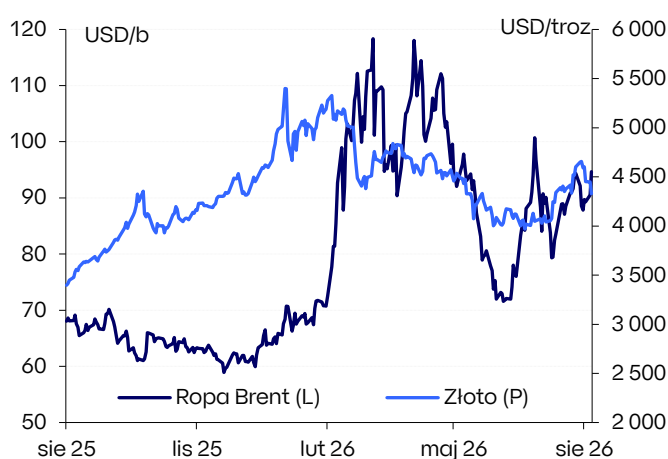
Krzywe IRS



Rynki bazowe



Surowce



Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 28 sierpnia						
GER: Stopa bezrobocia (sie.)	9:55	%	6,4	6,4	--	6,4
EUR: Wskaźnik koniunktury ESI (sie.)	11:00	pkt.	96,9	97,6	--	98,4
EUR: Koniunktura konsumencka (sie., rew.)	11:00	pkt.	-15,9	-16,3	--	-15,9
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (sie., rew.)	16:00	pkt.	55,2	51,0	--	51,7
Poniedziałek, 31 sierpnia						
POL: Inflacja CPI (sie., wst.)	9:30	% r/r	3,0	3,1	3,2	3,4
POL: Wzrost PKB (2q)	9:30	% r/r	3,5	3,8	3,8	3,9
CZE: Podaż pieniądza M3 (lip.)	10:00	% r/r	6,3	--	--	5,7
GER: Inflacja CPI (sie., wst.)	14:00	% r/r	2,8	3,0	--	2,9
GER: Inflacja HICP (sie., wst.)	14:00	% r/r	2,8	3,1	--	2,9
Wtorek, 1 września						
CHN: PMI w przetwórstwie (sie.)	3:45	pkt.	50,9	51,2	--	51,5
ROM: Stopa bezrobocia (lip.)	8:00	%	6,8	--	--	6,4
HUN: Wzrost PKB (2q)	8:30	% r/r	1,7	1,7	--	1,7
POL: PMI w przetwórstwie (sie.)	9:00	pkt.	49,0	49,5	49,7	48,3
GER: PMI w przetwórstwie (sie., rew.)	9:55	pkt.	52,2	54,1	--	54,3
EUR: PMI w przetwórstwie (sie., rew.)	10:00	pkt.	51,9	52,8	--	52,7
EUR: Inflacja HICP (sie., wst.)	11:00	% r/r	2,9	3,3	--	3,3
EUR: Inflacja bazowa (sie., wst.)	11:00	% r/r	2,5	2,5	--	2,4
USA: PMI w przetwórstwie (sie., rew.)	15:45	pkt.	53,9	53,2	--	53,9
USA: ISM w przetwórstwie (sie.)	16:00	pkt.	55,6	55,2	--	54,6
USA: Raport JOLTS (lip.)	16:00	mln	7,182	7,31	--	7,271
Środa, 2 września						
USA: Raport ADP (sie.)	14:15	tys	44	47	--	--
USA: Zamówienia fabryczne (lip.)	16:00	% m/m	-0,3	0,7	--	--
USA: Zamówienia na dobra trwałe (lip., rew.)	16:00	% m/m	0,5	1,1	--	--
Czwartek, 3 września						
GER: PMI w usługach (sie., rew.)	9:55	pkt.	49,8	48,5	--	--
EUR: PMI w usługach (sie., rew.)	10:00	pkt.	51,7	51,7	--	--
EUR: Inflacja PPI (lip.)	11:00	% r/r	4,6	5,4	--	--
USA: Bilans handlowy (lip.)	14:30	mld USD	-73,3	-90,1	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	14:30	tys	203	205	--	--
Piątek, 4 września						
GER: Zamówienia fabryczne (lip.)	8:00	% m/m	3,1	0,3	--	--
GER: Zamówienia w przemyśle (lip.)	8:00	% r/r	6,5	10,5	--	--
CZE: Inflacja CPI (sie., wst.)	9:00	% r/r	1,7	1,9	--	--
EUR: Sprzedaż detaliczna (lip.)	11:00	% r/r	0,7	1,1	--	--
USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (sie.)	14:30	tys	-23	55	36	--
USA: Przeciętna płaca godzinowa (sie.)	14:30	% r/r	3,2	3,0	--	--
USA: Stopa bezrobocia (sie.)	14:30	%	4,1	4,1	--	--

Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Departament Analiz Ekonomicznych

PKO Bank Polski S.A.
ul. Świętokrzyska 36, 00-116 Warszawa
email: pkoresearch@pkobp.pl

Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak piotr.bujak@pkobp.pl

Biuro Analiz Makroekonomicznych

Marta Petka-Zagajewska (Dyrektorka Biura)	marta.petka-zagajewska@pkobp.pl	691 335 426
Urszula Kryńska (Kierowniczka)	urszula.krynska@pkobp.pl	722 060 794
Szymon Fabiański	szymon.fabianski@pkobp.pl	722 051 585
Kamil Pastor	kamil.pastor@pkobp.pl	723 670 836
Agnieszka Pierzak	agnieszka.pierzak@pkobp.pl	666 823 657
Michał Reczek	michal.reczek@pkobp.pl	783 552 546
dr Anna Sznajderska	anna.sznajderska@pkobp.pl	722 050 645
Anna Wojtyniak-Stefańska	anna.wojtyniak-stefanska@pkobp.pl	698 635 126

Biuro Strategii Rynekowych

Mariusz Adamiak, CFA (Dyrektor Biura)	mariusz.adamiak@pkobp.pl	22 580 32 39
dr Mirosław Budzicki (Rynek Stopy Procentowej)	miroslaw.budzicki@pkobp.pl	22 521 87 94
Andrzej Kiedrowicz (Rynek Walutowy)	andrzej.kiedrowicz@pkobp.pl	722 020 635
Tomasz Marek (Rynek Walutowy)	tomasz.marek@pkobp.pl	785 065 512
Tomasz Niewiński (Rynek Surowcowy)	tomasz.niewinski@pkobp.pl	696 406 889

Jesteś zainteresowany/zainteresowana otrzymywaniem raportów analitycznych PKO Banku Polskiego?

Zapisz się: centrumanaliz.pkobp.pl/subskrypcja

Nasze analizy znajdziesz również na [X/Twitterze](#) oraz na stronie internetowej [Centrum Analiz PKO Banku Polskiego](#)

[X @PKO_Research](#)



Materiał zatwierdził(a): Marta Petka-Zagajewska

Informacje i zastrzeżenia:

Niniejszy materiał („Materiał”) ma charakter wyłącznie informacyjny oraz nie stanowi oferty w rozumieniu ustawy - Kodeks cywilny, ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna, sprzedaży lub innego rodzaju przeniesienia któregośkolwiek instrumentu finansowego. Bank dołożył wszelkich racjonalnych i niezbędnych starań, aby informacje zamieszczone w Materiale były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach. Informacje zawarte w Materiale nie mogą być traktowane jako propozycja nabycia którychkolwiek instrumentów finansowych, usługa doradztwa inwestycyjnego lub podatkowego ani jako forma świadczenia pomocy prawnej. Prognozy oraz dane zawarte w Materiale nie stanowią zapewnienia uzyskania określonych wyników jakichkolwiek transakcji finansowych ani przyszłych cen którychkolwiek instrumentów finansowych. Materiał nie stanowi badania inwestycyjnego ani publikacji handlowej w rozumieniu Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy. Bank i jego spółki (podmioty) zależne oraz pracownicy tych podmiotów mogą być zainteresowani zawarciem lub być stroną transakcji finansowych, w tym zawartych na instrumentach finansowych, których wynik jest uzależniony od czynników (danych i informacji) wymienionych w Materiałach. Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Świętokrzyskiej 36, 00-116 Warszawa, zarejestrowana w Sądzie Rejonowym dla miasta stołecznego Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS 0000026438; NIP: 525-000-77-38 REGON: 016298263; kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 PLN.